

대우조선해양 (042660)

LNG 화물창 기술 독립을 위한 큰 발걸음

공정거래위원회의 GTT에 대한 125억원 과징금 부과

한국공정거래위원회에서 프랑스 엔지니어링 기업 GTT에게 기술 독과점 지위 남용을 이용해 엔지니어링 서비스를 "끼워팔기"함 혐의로 125억원의 과징금을 부과했다. GTT는 멤브레인 LNG화물창 기술특허를 갖고 있는 원천 기술사이지만 화물창 제작 특히 선박 건조 및 화물창 탑재 공사 경험이 없으면서도 조선소들을 대상으로 LNG선 건조작업에 과도하게 간섭을 해오고 있었다. GTT가 새로이 개발한 화물창이 출시될 때마다 한국 조선소의 선박 건조현장에서 여러 기술적 문제들이 발생되었고 이를 한국 조선소들이 완벽한 기술 Solution을 만들어 냈지만 GTT는 법적인 우월함을 이용해 한국 조선업계에서 제공받은 Solution을 자신들이 개발한 것처럼 포장해 선주들에게 홍보를 해왔다. 사실상 GTT는 허수아비에 불과하고 실질적 기술력은 한국 조선업계에 있는 것이다. 따라서 이번 공정거래위원회의 GTT에 대한 과징금 부과는 한국 조선업계와 GTT간의 불공정한 관계를 재정립할 좋은 기회가 될 것이다. 공정거래위원회가 시장지배적 사업자의 지위 남용을 통한 '끼워팔기' 사례를 제재한 것은 지난 2006년 마이크로소프트(MS)에 330억원의 과징금을 부과한 이후 두 번째이다.

한국 조선업의 기술력으로 GTT는 결국 없어질 것

GTT는 법적인 우월함을 갖고 있을 뿐 실질적으로는 한국 조선업계에 기술적으로 종속된 기업이다. 그동안 한국 조선소들이 LNG독자 화물창을 개발해낼 때마다 GTT는 법적인 우월성과 선주들과의 관계를 이용해 한국형 독자 LNG화물창에 제동을 걸어왔다. 이번 과징금을 계기로 한국 조선업계가 Solidus를 비롯해 한국형 LNG 독자 화물창 사업을 다시 강조하게 되면 선가의 5%에 해당되는 과도한 로열티를 줄일 수 있고 GTT의 간섭에서 벗어나 27개월에 달하는 LNG선 건조기간을 대폭 줄일 수 있다는 점에서 선주들의 큰 관심을 이끌어낼 수 있을 것이다. 참고로 초대형 컨테이너선과 VL급 탱커선박과 같은 다른 대형선박의 실제 건조 기간은 7-8개월 정도이다.

목표가 40,000원(유지), 투자 의견 BUY(유지)

대우조선해양 목표주가 40,000원과 투자 의견 BUY를 유지한다. ROE는 2021년 11.3%, 2022년은 17.2%로 추정된다.

Update

BUY

| TP(12M): 40,000원 | CP(11월25일): 27,250원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,601.54		
52주 최고/최저(원)	29,350/11,200	매출액(십억원)	7,425.5 7,275.9
시가총액(십억원)	2,870.0	영업이익(십억원)	429.2 217.6
시가총액비중(%)	0.16	순이익(십억원)	289.3 113.6
발행주식수(천주)	107,290.7	EPS(원)	2,698 1,059
60일 평균 거래량(천주)	408,484.8	BPS(원)	37,705 39,015
60일 평균 거래대금(십억원)	10.0		
20년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
20년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	9.07		
주요주주 지분율(%)			
한국산업은행 외 3인	56.10		
하나은행	8.40		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	17.1 57.4 1.7		
상대	5.6 18.4 (18.3)		

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	9,644.4	8,358.7	7,575.0	9,232.0	11,569.0
영업이익	십억원	1,024.8	292.8	484.0	738.9	1,070.4
세전이익	십억원	367.7	(48.9)	310.0	506.9	888.8
순이익	십억원	344.7	(46.5)	293.0	490.9	862.3
EPS	원	3,219	(434)	3,115	4,575	8,037
증감률	%	(56.77)	적전	흑전	46.87	75.67
PER	배	10.61	(64.17)	8.59	5.85	3.33
PBR	배	0.95	0.79	0.70	0.63	0.53
EV/EBITDA	배	5.58	7.90	4.46	2.92	1.55
ROE	%	9.53	(1.22)	8.52	11.32	17.20
BPS	원	35,828	35,032	38,129	42,704	50,741
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박무연
02-3771-7771
bossniceshot@hanafn.com

한국 조선업의 기술력에 의해 GTT는 결국 없어지게 될 것

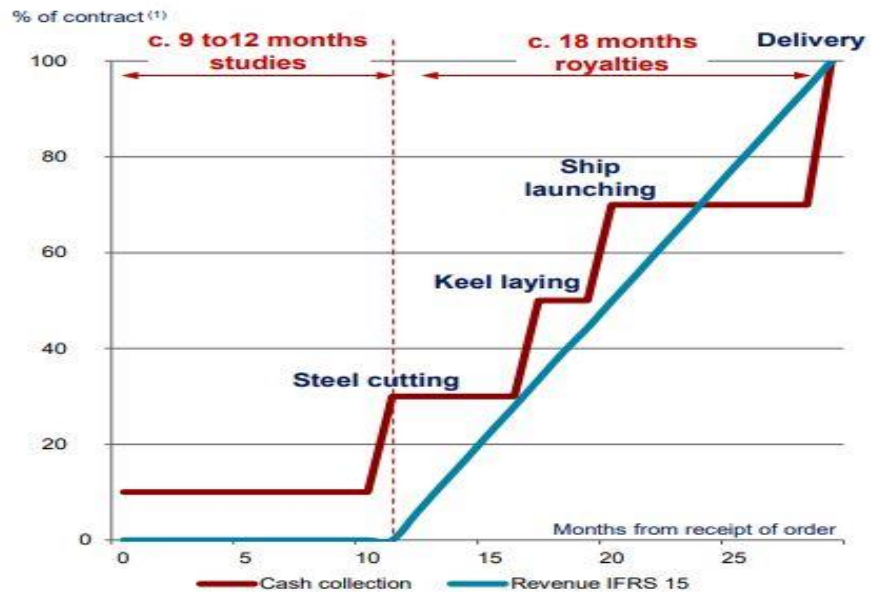
Solidus를 비롯해
한국의 독자 LNG화물창은
기술료 절감으로 인한 선가 인하
건조기간 단축이 가능해
선주들의 관심을 높이기에 충분

한국 조선소들이 LNG선 1척 건조할 때마다 멤브레인 LNG화물창 원천 기술을 갖고 있는 프랑스 GTT에게 선가의 약 5%인 1,000만 달러를 기술료로 지불하고 있다. 1970년대 이론적인 기술에 불과했던 GTT의 LNG 멤브레인 화물창 기술은 한국 조선업의 기술개발 노력으로 상용화 되었지만 기술의 원천을 갖고 있는 법적인 우월함을 내세운 GTT에게 지난 20여년간 한국 조선업계가 지불해온 기술료는 모두 40억 달러 이상인 것으로 알려지고 있다. 이처럼 원천 기술에 대한 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않는 것이 현실이다.

이번 공정거래위원회의 GTT에 대한 과징금 부과는 한국 조선업의 LNG 화물창 독립을 위한 큰 밑거름이 될 것으로 판단된다. 한국 조선업은 대우조선해양의 Solidus를 비롯해 이미 독자 LNG 화물창 기술을 확보했고 이를 적용하게 되면 선가 인하, 건조기간 단축이 가능하다는 점에서 메이저 선주사들 역시 이번 공정거래위원회의 과징금 소식에 깊은 관심을 갖게 될 것이다. 결국 한국 조선업의 기술력에 의해 GTT는 없어지게 될 것이다.

그림 1. GTT의 과도한 간섭으로 LNG선 건조 기간은 27개월 수준이 지속

독자 LNG화물창을 적용하면
GTT의 간섭에서 벗어나
건조기간 단축이 가능



자료: 해외 업계 자료, 하나금융투자

표 1. 대우조선해양 영업실적 전망

(단위: 십억원)

대우조선해양	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20F	1Q 21F	2Q 21F	3Q 21F	4Q 21F	2019	2020F	2021F
매출액	1,958	1,966	1,441	2,210	2,056	2,064	2,459	2,653	8,359	7,575	9,232
영업이익	279	73	34	98	154	124	197	265	293	484	739
영업이익률	14.2%	3.7%	2.4%	4.4%	7.5%	6.0%	8.0%	10.0%	3.5%	6.4%	8.0%
지배주주 순이익	243	51	-29	28	103	73	126	189	-46	293	491
순이익률	12.4%	2.6%	-2.0%	1.3%	5.0%	3.5%	5.1%	7.1%	-0.6%	3.9%	5.3%

자료: 하나금융투자 추정

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	9,644.4	8,358.7	7,575.0	9,232.0	11,569.0
매출원가	8,892.7	7,889.8	6,805.2	8,296.0	10,268.0
매출총이익	751.7	468.9	770.1	936.0	1,301.0
판관비	(273.2)	176.2	286.1	197.1	230.6
영업이익	1,024.8	292.8	484.0	738.9	1,070.4
금융손익	(120.0)	(76.2)	(231.8)	(62.7)	(50.1)
종속/관계기업손익	(497.8)	(1.5)	(97.7)	(169.4)	(131.5)
기타영업외손익	(39.3)	(264.0)	142.5	0.0	0.0
세전이익	367.7	(48.9)	310.0	506.9	888.8
법인세	47.7	(2.4)	3.0	16.0	26.5
계속사업이익	320.1	(46.5)	293.0	490.9	862.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	320.1	(46.5)	293.0	490.9	862.3
비배주주지분 순이익	(24.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	344.7	(46.5)	293.0	490.9	862.3
지배주주지분포괄이익	332.5	(85.3)	293.0	490.9	862.3
NOPAT	892.0	278.3	519.3	715.6	1,038.5
EBITDA	1,160.4	456.9	650.3	864.3	1,197.7
성장성(%)					
매출액증가율	(13.13)	(13.33)	(3.08)	13.96	25.31
NOPAT증가율	124.06	(68.80)	86.60	37.80	45.12
EBITDA증가율	31.06	(60.63)	42.33	32.91	38.57
영업이익증가율	39.81	(71.43)	78.96	41.01	44.86
(지배주주)순이익증가율	(44.54)	적전	흑전	46.98	75.66
EPS증가율	(56.77)	적전	흑전	46.87	75.67
수익성(%)					
매출총이익률	7.79	5.61	9.51	10.14	11.25
EBITDA이익률	12.03	5.47	8.03	9.36	10.35
영업이익률	10.63	3.50	6.41	8.00	9.25
계속사업이익률	3.32	(0.56)	3.92	5.32	7.45

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	7,350.0	6,871.1	7,240.5	8,523.1	10,830.0
금융자산	452.8	2,470.3	2,797.8	3,190.8	3,898.7
현금성자산	351.2	2,012.2	2,335.5	2,635.9	3,177.3
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	1,345.6	1,159.0	1,170.4	1,404.9	1,826.5
기타유동자산	5,551.6	3,241.8	3,272.3	3,927.4	5,104.8
비유동자산	4,568.5	4,405.0	4,409.9	4,535.2	4,739.1
투자자산	494.6	570.4	568.2	669.0	850.1
금융자산	479.8	563.5	561.2	660.6	839.2
유형자산	3,822.9	3,694.5	3,651.2	3,676.7	3,700.2
무형자산	39.8	24.7	25.2	24.3	23.4
기타비유동자산	211.2	115.4	165.3	165.2	165.4
자산총계	11,918.5	11,276.1	11,650.3	13,058.4	15,569.0
유동부채	5,356.8	4,807.5	4,856.3	5,536.6	6,759.2
금융부채	1,715.7	1,549.6	1,567.0	1,588.2	1,626.3
매입채무	668.5	567.3	572.9	687.7	894.0
기타유동부채	2,972.6	2,690.6	2,716.4	3,260.7	4,238.9
비유동부채	2,721.5	2,713.6	2,703.9	2,940.8	3,366.5
금융부채	1,548.0	1,542.9	1,521.7	1,521.7	1,521.7
기타비유동부채	1,173.5	1,170.7	1,182.2	1,419.1	1,844.8
부채총계	8,078.3	7,521.2	7,560.2	8,477.3	10,125.7
지배주주지분	3,840.2	3,754.9	4,090.2	4,581.0	5,443.3
자본금	541.0	541.0	541.0	541.0	541.0
자본잉여금	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1
자본조정	2,332.1	2,332.1	2,332.1	2,332.1	2,332.1
기타포괄이익누계액	302.0	305.2	298.2	298.2	298.2
이익잉여금	647.0	558.4	900.7	1,391.5	2,253.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,840.2	3,754.9	4,090.2	4,581.0	5,443.3
순금융부채	2,810.9	622.2	290.9	(80.9)	(750.6)

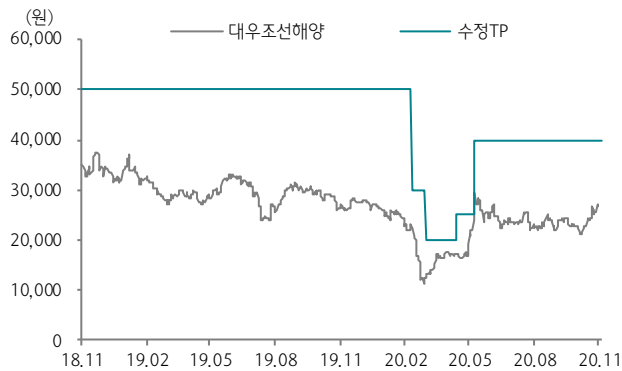
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,219	(434)	3,115	4,575	8,037
BPS	35,828	35,032	38,129	42,704	50,741
CFPS	8,646	5,393	7,133	6,477	9,937
EBITDAPS	10,835	4,262	6,065	8,056	11,163
SPS	90,052	77,969	75,553	86,047	107,829
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	10.61	(64.17)	8.59	5.85	3.33
PBR	0.95	0.79	0.70	0.63	0.53
PCFR	3.95	5.16	3.75	4.13	2.69
EV/EBITDA	5.58	7.90	4.46	2.92	1.55
PSR	0.38	0.36	0.35	0.31	0.25
재무비율(%)					
ROE	9.53	(1.22)	8.52	11.32	17.20
ROA	2.95	(0.40)	2.91	3.97	6.02
ROIC	12.14	4.22	9.75	13.02	17.48
부채비율	210.36	200.30	184.84	185.05	186.02
순부채비율	73.20	16.57	7.11	(1.77)	(13.79)
이자보상배율(배)	5.62	1.74	3.54	5.09	7.28

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	725.1	2,542.1	663.5	622.6	1,000.9
당기순이익	320.1	(46.5)	334.0	490.9	862.3
조정	52	55	37	13	13
감가상각비	135.6	164.2	126.3	125.4	127.3
외환거래손익	33.8	36.4	33.8	0.0	0.0
지분법손익	497.8	1.5	(6.4)	0.0	0.0
기타	(615.2)	(147.1)	(116.7)	(112.4)	(114.3)
영업활동 자산부채변동	(113.1)	2,036.5	(38.4)	6.3	11.3
투자활동 현금흐름	(13.2)	(484.5)	(40.9)	(343.4)	(497.6)
투자자산감소(증가)	118.3	(75.8)	2.5	(100.8)	(181.1)
자본증가(감소)	(145.4)	(146.3)	(69.8)	(150.0)	(150.0)
기타	13.9	(262.4)	26.4	(92.6)	(166.5)
재무활동 현금흐름	(565.9)	(395.1)	(298.4)	21.2	38.1
금융부채증가(감소)	(596.1)	(171.1)	(3.8)	21.2	38.1
자본증가(감소)	(348.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	378.9	(224.0)	(294.6)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	145.4	1,661.0	323.3	300.4	541.4
Unlevered CFO	926.0	578.2	764.8	694.9	1,066.2
Free Cash Flow	577.1	2,387.0	592.3	472.6	850.9

자료: 하나금융투자

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우조선해양



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.6.3	BUY	40,000		
20.6.2	BUY	35,000		
20.5.8	BUY	25,000	-26.43%	-4.20%
20.3.26	BUY	20,000	-20.41%	-11.50%
20.3.6	BUY	30,000	-48.36%	-31.33%
19.11.20	1년 경과		-	-
18.11.20	BUY	50,000	-39.06%	-25.20%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.31%	7.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박무현)는 2020년 11월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.